

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

Rendite im
ersten Quartal
2006: 9,88 %



im ersten Quartal 2006 erzielte der Sparinvest Global Value 9,88 %. Diese Wertentwicklung lässt sich mit einer Rendite von 3,91 % im MSCI World Index vergleichen und fällt somit sowohl relativ als auch absolut gesehen zufrieden stellend aus.

Aus nachstehender Tabelle geht die Rendite des Fonds im ersten Quartal 2006 sowie in 2005 gegenüber den verschiedenen Börsenindizes hervor:

	Erstes Quartal 2006	2005
Sparinvest Global Value (EUR)	9,88 %	31,39 %
MSCI World Index	3,91 %	26,17 %
MSCI World Value Index	4,39 %	26,24 %
MSCI World Small Cap Index	8,84 %	33,33 %

Die Indizes MSCI World Index, MSCI World Value Index and MSCI World Small Cap Index beinhalten eine breit gestreute Auswahl an Unternehmen weltweit. Alle Renditeberechnungen in EUR.

Die Wirtschaft



In diesem Quartal hob die Federal Reserve die Zinsen weiter an, und mit einer weiteren Zinsanhebung nach der März-Sitzung des FOMC (Federal Open Market Committee) entschied sich ihr neuer Präsident, Ben Bernanke, für die Fortsetzung der von Alan Greenspan übernommenen harten Haltung gegenüber der Inflation. In Europa hob die EZB im Februar die Zinsen um 0,25 % an. Diese Entscheidung wurde von Analystenkreisen in Zweifel gezogen, da die Marktteilnehmer nur einen sehr geringen Inflationsdruck erkennen konnten und befürchteten, dass zu viele Interventionen der EZB den Konjunkturaufschwung gefährden könnten. Doch recht bald erwies sich die Entscheidung der EZB als richtig, als die März-Statistiken bei verschiedenen Frühindikatoren einschließlich des deutschen Ifo-Index eine Rekordsteigerung erkennen ließen.

2006 wird die amerikanische Wirtschaft weiterhin die gesamtwirtschaftliche Tagesordnung vorgeben. Die jüngsten Handels- und Leistungsbilanzstatistiken weisen das höchste jemals erreichte Leistungsbilanzdefizit aus. Im vierten Quartal 2005 nahmen die Amerikaner im Ausland Kredite in Höhe von 7 % des BIP auf. Natürlich ist dies kein dauerhafter Ausgabenstand, doch gleichwohl stellt sich der Markt die Frage, ob es 2006 zu weiteren Zinssteigerungen in den USA kommen wird.

Insgesamt gesehen ist das Konjunkturklima weiterhin ausgezeichnet. Die Globalisierung ist zum Tragen gekommen, und die meisten Volkswirtschaften scheinen ein höheres Wachstum zuzulassen, bevor der Inflationsdruck Wirkung zeigt. Dies bedeutet wiederum, dass die Zinsen auf einem historisch gesehen recht niedrigen Stand verharren können, wodurch sich Unternehmensinvestitionen, Wohnungsbau sowie privater Verbrauch und Nachfrage preiswert finanzieren lassen.

Das einzige Thema, das den Unternehmen die gute Laune verdirbt, sind die hohen Ölpreise. Nachdem der Iran seine militärischen Muskeln spielen lässt und auf dem Ausbau seiner Urananreicherungsanlagen für die Energieerzeugung besteht - obwohl er über die zweitgrößten nachgewiesenen Ölreserven der Welt verfügt - besteht kaum Anlass, im Nahen Osten einen Rückgang der Spannungen und in nächster Zeit einen deutlich niedrigeren Ölpreis zu erwarten.

Positiv ist, dass Japan weiterhin eine stetige Ausweitung seiner Wirtschaft vermeldet, und darüber hinaus gibt es Anzeichen, dass das Wachstum endlich von der privaten Binnennachfrage gestützt wird. Die Industrieproduktion und das Vertrauen der Verbraucher bleiben ebenfalls stark ausgeprägt.

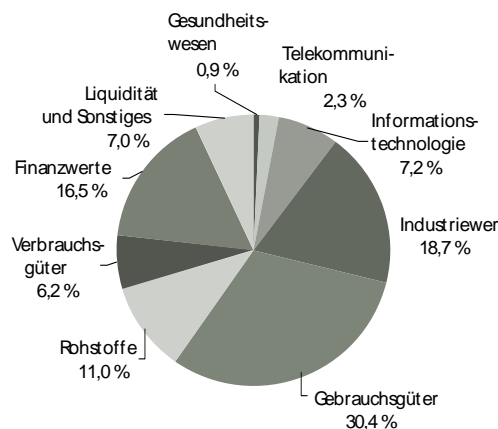
Das derzeitige Portfolio



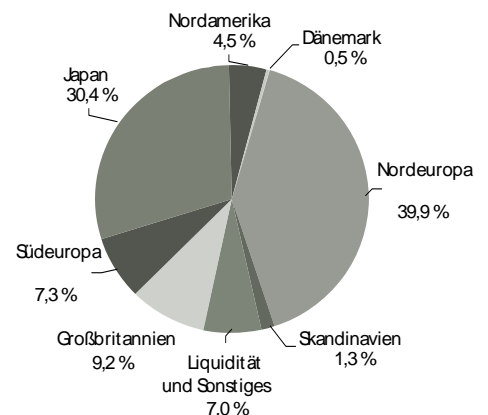
Drei neue Anlagen und mehrere Übernahme-Vorstöße

Zum Ende des Quartals lag die Liquiditätsrate bei 6,96 % des Gesamtkapitals. Das Vermögen ist in 101 Unternehmen mit nachstehender sektorbezogener und geografischer Strukturierung investiert:

Sektorbezogene Strukturierung



Geografische Strukturierung



Die 10 größten Positionen machen 29,84 % der gesamten Portfolio-Bestände aus:

Titel	Sektor	Anteil
Volkswagen AG	Gebrauchsgüter	3,40 %
Salzgitter AG	Rohstoffe	3,29 %
MAN AG	Industrie	3,19 %
Fraport AG	Industrie	3,04 %
BAA Plc	Industrie	3,03 %
Mitsui Sumitomo Ins	Finanzbranche	2,86 %
Hochtief AG	Industrie	2,86 %
Nipponkoa Insurance	Finanzbranche	2,82 %
Peugeot SA	Gebrauchsgüter	2,74 %
J. Sainsbury	Verbrauchsgüter	2,61 %

Im Laufe des Quartals verkauften wir unsere Aktien des japanischen Unternehmens Hitachi-Koki und von Scandinavian Airlines System (SAS). Bei 66 Unternehmen stockten wir unsere Kapitalanlagen auf, und von drei neuen Unternehmen kauften wir Aktien.

Die neu erworbenen Unternehmen sind der schweizerische Halbleiterhersteller Micronos, der dänische Schifffahrts- und Ölkonzern AP Moller Maersk und die schweizerische Banque Cantonale Vaudoise.

Übernahme-Vorstöße bzw. -Angebote gingen für sechs unserer Bestände ein. Im Februar bot das spanische Bauunternehmen Grupo Ferrovial 810 Pence je Aktie für den britischen Flughafenbetreiber BAA. Hauptsächlich bekannt ist BAA als Betreiber einer der größten und verkehrsreichsten Flughäfen der Welt, London Heathrow. Der BAA-Verwaltungsrat lehnte das Angebot sofort mit der Behauptung ab, dass es auch nicht annähernd einer angemessenen Bewertung der Aktie entspreche. Inzwischen geht das Gerücht, dass Beteiligungsfonds eine abwartende Haltung einnehmen, um sich am Kampf um BAA zu beteiligen. Doch einer der wahrscheinlichsten Bieter, das australische Unternehmen Macquarie, das kürzlich den Flughafen Kopenhagen übernommen hat, beschloss stattdessen, mit Ferrovial ein Geschäft anzubahnen. Eine Gruppe von BAA-Großaktionären deutete an, dass Ferrovial mit einem über 900 Pence je Aktie liegenden Angebot mehr Anziehungskraft ausüben würde.

Bei einer anderen britischen Holding, De Vere Group, die Luxushotels besitzt, ging ein Vorstoß im Hinblick auf eine etwaige Übernahme ein. Zwar entschied sich das Unternehmen, den Übernahmeinteressenten nicht bekannt zu geben, doch als den wahrscheinlichsten Bieter erwarten die Analysten das spanische Unternehmen NV Hoteles SA. Der Beteiligungsfonds Blackstone bot angeblich 800 Pence je Aktie für eine 13 %ige Beteiligung, nachdem der konkurrierende Beteiligungsfonds Permira im Dezember auf De Vere zugegangen war und einen Kauf vorgeschlagen hatte.

Noch ein weiteres britisches Unternehmen, House of Fraser, wurde von dem Beteiligungsfonds Apax Partners umworben, der die Finanzierung eines Kaufs durch die Geschäftsleitung anbot. Mitte März kündigte House of Fraser, die drittgrößte britische Warenhauskette, die Einstellung der Gespräche an, worauf ihre Aktien auf den Stand vor dem Angebot zurückgingen.

Bei dem niederländischen Fertigungsunternehmen Stork kündigte dessen Vorstandsvorsitzender im Februar an, dass das Unternehmen das Für und Wider einer Privatisierung untersuche. Später deuteten die beiden größten Aktionäre auf der Aktionärsversammlung im März an, dass sie eine Reprivatisierungstransaktion befürworteten, da dies dazu beitrage, dass Stork sein volles Potenzial ausschöpfen könne.

Schließlich berichtete die Presse vor zwei Wochen, dass bei dem in Paris ansässigen Unternehmen Thomson SA, dem weltgrößten Hersteller von Decodern, ein 5-Mrd.-EUR Angebot von einer Bankengruppe eingehen würde. In derselben Woche schnellten die Aktien des schweizerischen Touristikunternehmens Kuoni Reisen nach der Bekanntgabe verbesserter Umsatzzahlen und einer nicht bestätigten Übernahmespekulation um 15 % in die Höhe.

Hitachi Koki
Kursziel erreicht



Das japanische Unternehmen Hitachi Koki ist in zwei getrennten Geschäftsbereichen tätig: Elektrowerkzeuge und Biowissenschaften. Die Zulassungsbeschränkungen in diesen Wirtschaftszweigen sind sehr hoch, und als einer der Marktführer verfügt Hitachi Koki über mehr als ein halbes Jahrhundert Erfahrung. 2002 erreichten die solide Bilanz des Unternehmens und das künftige langfristige Gewinnpotenzial einen attraktiven Stand. Darüber hinaus konzentrierte sich die Geschäftsleitung auf eine innerbetriebliche Rationalisierung sowie die Senkung der Kostenstruktur des Unternehmens.

Zu diesem Zeitpunkt war das Unternehmen völlig schuldenfrei, und seine Aktien wurden zu etwa der Hälfte ihres Buchwertes gehandelt.

Im September 2003 kauften wir Hitachi-Koki-Aktien zum Kurs von 487 JPY. Wenngleich wir nicht danach streben „market timers“ zu sein, erwies sich dies als ein sehr attraktiver Zeitpunkt für einen Kauf. Damals hatte Hitachi Koki eine Periode rückläufiger Umsätze erlebt und Jahr für Jahr ein Viertel seiner Erlöse eingebüßt. Kurz darauf verbesserte sich die Lage entscheidend, und der Aktienkurs stieg seitdem stetig an. Im Januar erreichte Hitachi Koki unseren angestrebten Substanzwert, und wir veräußerten die Aktie zum Durchschnittskurs von 2.040 JPY je Aktie. Dies entspricht einer Nominalverzinsung von 329 % und einer jährlichen Rendite von 84 %.

SAS
Kursziel erreicht




Scandinavian Airlines System ist die größte Luftverkehrsgesellschaft in Nordeuropa. Das Unternehmen betreibt Routen von und nach skandinavischen Städten für die Beförderung von Passagieren und Fracht. Ferner besitzt das Unternehmen mehrere örtliche Luftverkehrsgesellschaften, ist Mitglied der

wohlbekanntes Star Alliance und fliegt Ziele in aller Welt an. Wie die meisten anderen Luftverkehrsgesellschaften geriet SAS nach dem 11. September 2001 in Turbulenzen. Treibstoffpreise auf Rekordniveau verschlimmerten die Aussichten zusätzlich.

Allerdings schlug die Geschäftsleitung eine klare Strategie der Kostensenkung und der Konzentration auf die Kernkompetenz ein, um wieder zur Rentabilität zurückzukehren. Gleichzeitig war sie bereit, einen bedeutenden Teil des Geschäftsbereichs abzustoßen, um sich auf rentable Routen zu konzentrieren und mehrere einschneidende Entlassungsmaßnahmen einzuleiten. 2002 legte SAS einen Dreijahresplan vor, und unsere erste Beteiligung erwarben wir im Juni 2002 zu etwa DKK 51 je Aktie.

SAS hielt sein Versprechen und wurde im vierten Quartal 2005 wieder rentabel. Im Januar verkauften wir die Aktie zum Durchschnittskurs von DKK 82,9 - nachdem das Unternehmen unseren angestrebten Substanzwert erreicht hatte. Dies entspricht einer Nominalverzinsung von 62,5 % und einer gewichteten jährlichen Rendite von 16,5 %.

Die nächste
Zeit 

Im letzten Quartal wiesen wir darauf hin, dass die Kapitalanleger nicht erwarten sollten, dass die Aktien genau so gut abschneiden wie es die internationalen Aktienmärkte in den letzten drei Jahren taten. Generell verzichteten wir darauf, unseren Kapitalanlegern Ratschläge zu erteilen, und wir versuchen nie, kurzfristige Renditeerwartungen aufzustellen. Vor diesem Hintergrund freuen wir uns natürlich über die Wertentwicklung im ersten Quartal, halten es jedoch für eher unwahrscheinlich, dass dieser Rhythmus anhält und dass sich eine derartige Wertentwicklung in den bevorstehenden Quartalen fortsetzt.

Wir wahren weiterhin Disziplin und konzentrieren uns auf das Risiko des Kursrückgangs, bevor wir eine potenzielle Rendite anstreben. Wie stets bevorzugen wir Unternehmen mit einer hohen Sicherheitsmarge in Bezug auf die Vermögenswerte - d. h. stille Reserven an Grundstücken, Vermögensgegenständen und Sachanlagevermögen - und gleichzeitig verlangen wir, dass die Unternehmen über ein langfristig stabiles Ertragspotenzial verfügen. Nach wie vor sind wir in der Lage, gesunde und unterbewertete Unternehmen in aller Welt ausfindig zu machen. Zum Ende des ersten Quartals wies unser Portfolio ein durchschnittliches Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,47 aus - im Vergleich zu 3,83 für den MSCI World Index.

Wie bei allen anderen Geschäften im Leben ist ein wertorientierter Investmentansatz ein umfassendes Konzept, das einen großen Spielraum für Interpretationen bietet. In diesem Zusammenhang sollte allerdings fairerweise darauf hingewiesen werden, dass Sparinvest Global Value in dem sehr konservativen Bereich des Spektrums angesiedelt ist. Die beharrliche Disziplin beim Anlageprozess erfordert, dass unsere Kapitalanleger bereit sein sollten, kurzfristig unter dem Marktdurchschnitt liegende Renditen zu akzeptieren, um

langfristig eine über dem Marktdurchschnitt liegende Rendite zu erzielen. Beim Sparinvest Global Value ist das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlustes begrenzt, und das Kurspotenzial fällt weiterhin sehr zufrieden stellend aus. Für die Zukunft schätzen wir unser Anlagepotenzial deutlich positiv ein.

Mit besten Grüßen

Jens Moestrup Rasmussen
Head of Equities & Lead Portfolio Manager
4. April 2006

Notizen:

